

## La relación entre la cotización de las acciones y el riesgo de absorción

Tanto la teoría como el sentido común sugieren que el mercado acaba imponiendo disciplina sobre los gestores corporativos. Si la cúpula directiva lo hace mal, la cotización sufrirá las consecuencias. Las cosas se podrían poner aún peor: podría convertirse en un posible candidato a absorción y los ejecutivos podrían perder sus empleos. Esto debería ser suficiente incentivo para querer obtener buenos resultados.

Sin embargo, resulta muy complicado encontrar pruebas sólidas de que la caída en la cotización de las empresas realmente acaba desencadenando su absorción. Si la teoría no se cumple, tal vez la supuesta disciplina del mercado no exista, lo cual facilita que los directivos antepongan sus intereses a los de la empresa.

¿Por qué es tan difícil observar esta relación entre la cotización de las acciones y el riesgo de absorción? Posiblemente porque otro factor está enmascarando el efecto, afirma el profesor de Finanzas de Wharton [Itay Goldstein](#). Como la gente cree que las empresas mal gestionadas son buenas candidatas a sufrir una absorción, y como la posibilidad de absorción puede hacer subir la cotización, los inversores podrían estar interesados en comprar acciones de una empresa en dificultades, provocando la recuperación de su precio.

“Estamos ante una especie de relación dual entre el precio de mercado y la actividad de absorciones y adquisiciones”, dice Goldstein. “Podría ser que una baja cotización constituyese un gran incentivo para llevar a cabo una absorción, pero no podemos observarlo claramente en los datos”.

De hecho, varios estudios han fracasado a la hora de encontrar evidencia de que los bajos precios desencadenen la actividad de fusiones y adquisiciones, añade el profesor de Finanzas de Wharton [Alex Edmans](#). “Las empresas con mayor probabilidad de ser absorbidas por tener malos directivos posiblemente sean las que tengan inflada su cotización”. En este caso, el mercado tal vez no esté imponiendo la disciplina que siempre se ha asumido, esto es, que los directivos tengan incentivos para hacerlo mejor.

Edmans, Goldstein y Wei Jiang, profesor de Finanzas de Columbia Business School, estudiaron 6.555 fusiones y adquisiciones desde 1980 a 2007 para encontrar evidencia de cómo interactúan estas dos fuerzas que determinan el precio de las acciones. Analizaron las empresas que recibieron ofertas de absorción en cualquiera de esos años y publicaron sus descubrimientos en un artículo reciente titulado ["Takeover Activity and Target Valuations: Feedback Loops in Financial markets"](#) (“Actividad de fusiones y adquisiciones y valoración de las empresas objetivo: bucles que se retroalimentan en los mercados financieros”).

El punto de vista tradicional, escriben, “es que la baja cotización de una empresa en relación con sus homólogas sugiere problemas de gestión internos. Un comprador puede adquirir la empresa, corregir sus problemas y obtener beneficios incrementando su valor”. Inversores que organizan un intento de absorción normalmente analizan factores -como un bajo ratio precio-beneficios-, para descubrir qué empresas están pasando dificultades. Los directivos de las empresas “luchan por mantener altas las cotizaciones y así prevenir absorciones hostiles”. En el trayecto, el mercado supuestamente impone a los directivos disciplina al fomentar que lo hagan lo mejor que saben.

No obstante, los autores señalan: “A pesar de esta lógica, estudios empíricos sobre fusiones y adquisiciones han sido incapaces de demostrar sistemáticamente una

relación significativa entre las valoraciones del mercado y la probabilidad de absorción". El problema según Edmans, Goldstein y Jiang, es que tal vez un bucle que se retroalimenta ("feedback loop") esté interfiriendo la señal emitida, ya que los inversores que anticipan una absorción empujan al alza las cotizaciones, contrarrestando la caída del mercado como consecuencia de una mala gestión.

El principal reto del estudio fue desentrañar la relación de doble sentido entre la cotización y la probabilidad de absorción. El enfoque de los autores fue encontrar una variable externa que introdujese un shock en el sistema y luego permitiese diferenciarlos. "Lo que queríamos", dice Edmans, "es encontrar algo que afectase al precio pero sólo afectase la probabilidad de absorción a través de su efecto sobre la cotización". El precio de las acciones de una empresa podría caer, por ejemplo, si un fondo de inversión vendiese un número significativo de acciones para captar efectivo para los inversores reduciendo su cantidad de fondos. En este caso, la caída de la cotización no reflejaría una mala gestión y no debería incrementar la probabilidad de absorción.

"La decisión de un inversor de acumular o deshacerse de acciones de un fondo de inversión no obedece a su opinión sobre la probabilidad de absorción de las acciones individuales del fondo", escriben los autores. "No obstante, sus decisiones inducen al fondo a ampliar o contraer sus posiciones existentes, generando una presión sobre el precio de las acciones que no está relacionada con la probabilidad de absorción".

### **Objetivo de una posible absorción**

Para cada empresa estudiada, Edmans, Goldstein y Jiang determinaron una cotización "potencial" utilizando otras empresas del sector como referencia. Esto hizo posible determinar si la cotización era inferior debido a una mala gestión. Luego analizaron las fluctuaciones en el precio de las acciones de la empresa y si la empresa había sido objeto de un intento de absorción.

Esto permitió a los investigadores desglosar las dos fuerzas que supuestamente intervenían: el "efecto desencadenamiento", esto es, que los bajos precios atraen las absorciones, y el "efecto anticipación", esto es, que las expectativas del mercado ante la posibilidad de absorción hacen que la cotización suba. Para cuantificar el efecto anticipación, el estudio analizó si la cotización de la empresa era superior al descuento esperado en caso de no haber riesgo de absorción.

"Creo que básicamente ocurren más o menos al mismo tiempo", dice Goldstein sobre estos dos efectos. "Éste es el motivo por el que es tan complicado poder diferenciarlos simplemente observando la correlación" entre el precio de las acciones y los intentos de absorción.

Según Goldstein, por término medio, una empresa tiene el 6% de posibilidades de convertirse en blanco de una posible absorción en cualquier año dado. "Descubrimos que una caída razonable del precio aumenta la probabilidad de absorción por término medio en 7 puntos porcentuales". Este es un efecto mucho mayor del encontrado por otros investigadores, escriben los autores.

Pero el efecto anticipación normalmente hace subir el precio de las acciones, dice Goldstein, reduciendo las perspectivas de absorción en 6 puntos porcentuales. El resultado neto: una empresa que supuestamente ha sido mal gestionada tiene el 7% -no el 6%- de posibilidades de convertirse en blanco de una absorción.

Como el efecto anticipación acaba con la mayor parte del efecto desencadenamiento, las cotizaciones se convierten en un indicador muy pobre de si el mercado cree que la empresa tiene "problemas de agencia", esto es, que está mal gestionada. "Los investigadores normalmente usan alguna medida del valor como proxy de la buena gestión de los directivos, pero la cotización de la empresa podría no revelar todo el alcance de los problemas de agencia, ya que podría incorporar la correlación esperada entre estos problemas", afirman los autores. "Al desglosar la correlación entre la valoración del mercado y la actividad de fusiones y adquisiciones en dos

efectos (efecto desencadenante y efecto anticipación), nuestro análisis permite averiguar hasta qué punto las absorciones esperadas en el futuro están incluidas en el precio”.

En opinión de los autores, los directores que se basan en la cotización de las acciones para evaluar la calidad de sus gestores podrían estar engañándose a sí mismos. “Es realmente tentador –y sencillo-, para el consejo de administración mirar simplemente la cotización de la empresa”, dice Edmans. “Algunos incluso creen que los consejos de administración realmente no realizan su cometido como supervisores”.

Por último, el “bucle que se retroalimenta” –esto es, el efecto anticipación contrarrestando la mayor parte del efecto desencadenamiento sobre el precio de las acciones-, no fomenta las absorciones. A los gestores claramente les disgustan las absorciones porque es probable que pierdan su empleo, pero cualquiera que desee que el mercado fomente prácticas de gestión óptimas posiblemente encuentre decepcionantes los resultados del estudio. El bucle que se retroalimenta, escriben los autores, “podría también disuadir absorciones con efectos positivos sobre la cotización de empresas con malos resultados, algo que también beneficia a los gestores, ya que suelen tener menos miedo de las adquisiciones disciplinarias”.

El efecto anticipación podría explicar por qué estudios previos han demostrado que a la hora de adquirir una empresa, es mucho menos rentable adquirir empresas que cotizan en bolsa que empresas privadas: con las empresas privadas no existe efecto anticipación porque sus acciones no cotizan en bolsa. El estudio también podría explicar por qué la actividad de fusiones y adquisiciones suele llegar en oleadas, escriben los autores. “Si gracias a una oleada reciente de fusiones el mercado es capaz de predecir adquisiciones futuras, este efecto anticipación hace que las cotizaciones suban... disuadiendo nuevos intentos de adquisición”.

El estudio muestra por qué los gestores corporativos a menudo parecen estar deseando quejarse públicamente de que su empresa pueda ser blanco de adquisiciones, a pesar de que al hacerlo se pueda cuestionar su propia actuación. Los autores señalan que “estas quejas inflan el precio, lo cual a su vez desalienta toda posibilidad de absorción. De hecho, conversaciones con expertos del sector sugieren que se trata de una práctica esporádica entre los posibles objetivos de absorción”.

Por último, los resultados de esta investigación plantean cuestiones sobre si la eficiencia en los mercados financieros realmente hace que las empresas operen mejor, tal y como se suele asumir. De hecho, una subida de la cotización de las acciones debida al efecto anticipación “podría acabar disuadiendo los hechos que anticipa”.

[Volver al Artículo](#)